

УДК 336.763

К ВОПРОСУ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

В.А. БОРОВКОВА,кандидат экономических наук, доцент кафедры
финансов, денежного обращения и кредита

E-mail: borovkova_valeri@mail.ru

Санкт-Петербургский государственный
торгово-экономический университет,
Санкт-Петербург, Российская Федерация**В.А. БОРОВКОВА,**доктор экономических наук, профессор кафедры
финансов, денежного обращения и кредита

E-mail: vaborovkova@mail.ru

Санкт-Петербургский государственный
торгово-экономический университет,
Санкт-Петербург, Российская Федерация**П.А. ГУРЬЯНОВ,**

кандидат экономических наук,

ассистент кафедры экономической теории

E-mail: d1d1@pochta.ru

Национальный минерально-сырьевой университет «Горный»,
Санкт-Петербург, Российская Федерация

Предмет. Существуют различные положения и классификации регулирования рынка ценных бумаг, некоторые из которых существенно отличаются друг от друга, что создает определенные трудности для практических исследований в различных направлениях. Статья охватывает круг вопросов, связанных с изучением теоретических и практических вопросов механизма регулирования рынка ценных бумаг в России.

Цель. Целью исследования является общая систематизация положений теории регулирования рынка ценных бумаг, состоящая из подробной классификации по различным критериям. Рассмотрены различные точки зрения научного сообщества на эту проблематику. Научно обоснована классификация, позволяющая систематизировать виды и подвиды

регулирования рынка ценных бумаг, необходимая для построения эффективной системы регулирования рынка ценных бумаг.

Методология. В исследовании с помощью эконометрических методов составлена классификация регулирования рынка ценных бумаг по различным критериям, что позволило систематизировать научные знания, определена роль мегарегулятора в Российской Федерации, проанализирован успешный зарубежный опыт в этом направлении. Основными методами являются: экспертный, аналитический и правового регулирования.

Результаты. Систематизирована классификация регулирования рынка ценных бумаг по множеству критериев. Особое внимание уделено различиям государственного и негосударственного

регулирования финансовых рынков, систематизации методов и рычагов биржевого регулирования. Выявлены предмет саморегулирования на рынке ценных бумаг и его основные функции. Определены важнейшие направления общественного регулирования. Скрупулезный анализ современных мировых тенденций позволил подтвердить правильный стратегический выбор государственных структур по созданию мегарегулятора в России. Разработаны механизм мегарегулирования и модель его функционирования.

Выводы. Сделан вывод о том, что необходима активная государственная политика, направленная на сбалансированное развитие различных форм регулирования отечественного рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: биржевое регулирование, саморегулирование, инвесторы, инсайдерская информация, мегарегулятор, общественное мнение, рынок ценных бумаг, финансовая система, фондовый рынок, этические нормы

В условиях глобализации экономики, активного развития процессов самоорганизации, развертывания финансового кризиса и внедрения новых информационных интегрально-сетевых технологий, охватывающих все сферы жизни человеческого общества, возникает необходимость нового научного осмысления, систематизации и теоретико-методологического исследования вопросов регулирования рынка ценных бумаг (РЦБ), разработки новых эффективно функционирующих механизмов регулирования РЦБ, призванных стать инструментом защиты интересов всех его участников. Одним из таких механизмов в условиях стагнации экономического развития является мегарегулирование.

Термин «регулирование»¹ (от лат. *regulo, regulate* — устраиваю, привожу в порядок; англ. *regulation*, нем. *regulierung* — подчинение определенному порядку, правилу) в современных словарях и энциклопедиях трактуется по-разному:

1) приведение в порядок, упорядочение (механизма, деятельности и т.д.); руководство движением, направлением, действиями, отношениями и т.п.;

2) совокупность воздействий на объект управления, посредством которых достигается состояние устойчивости этого объекта в случае возникновения отклонения от заданных параметров;

¹ В русский язык термин «регулирование» вошел в 1910 г. и обозначал «приведение в надлежащий порядок, упорядочивание».

3) функция управления, обеспечивающая функционирование управляемых процессов в рамках заданных параметров;

4) установление государственного контроля за решениями, принимаемыми отдельными лицами или фирмами, обычно монополиями.

В финансовом менеджменте регулирование — это воздействие на объект управления, посредством которого достигается состояние устойчивости финансовой системы в случае возникновения отклонения от заданных параметров.

В законодательной базе Российской Федерации, даже в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с изменениями и дополнениями) нет четкого определения понятия «регулирование рынка ценных бумаг». В некоторых учебниках также отсутствует такое определение [12, 13].

В отечественной литературе наиболее часто встречается следующее определение: «Регулирование рынка ценных бумаг — это упорядочение деятельности на нем всех его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия» [4].

Наиболее полное определение, по мнению авторов, дала Т.Б. Бердникова: «Регулирование рынка ценных бумаг — это объединение в одну систему определенных методов и приемов, позволяющих упорядочить совершение фондовых операций, подчинить их определенным требованиям и правилам. Это механизм поддержания равновесия взаимных интересов всех участников рынка ценных бумаг в рамках действующего законодательства» [2].

Обобщая перечисленные мнения, этому термину можно дать следующее определение: «Регулирование рынка ценных бумаг — это процесс воздействия субъектов регулирования на объект регулирования в рамках действующего законодательства, профессиональных стандартов, традиций и этических норм поведения на рынке для упорядочивания функционирования рынка и стимулирования его дальнейшего количественного и качественного развития с учетом баланса интересов всех участников рынка».

Для построения эффективной системы регулирования РЦБ необходима научно обоснованная классификация, которая позволит систематизировать виды и подвиды регулирования РЦБ, учесть разнообразные формы, методы и инструменты регулирования.

Рассматривая вопросы систематизации видов регулирования РЦБ, наиболее целесообразно, по мнению авторов, использовать иерархический метод классификации, когда заданное множество объектов последовательно делят на подчиненные множества, подразделяемые по выбранному признаку на более крупные классы, которые в свою очередь распределяют на более мелкие подгруппы — вплоть до конкретного объекта классификации.

Существует множество критериальных признаков выделения тех или иных видов регулирования. На основе авторского определения понятия «регулирование рынка ценных бумаг» и проведенного анализа литературных источников авторами разработана классификация видов регулирования рынка ценных бумаг (табл. 1).

В зависимости от субъекта, осуществляющего регулирование на рынке ценных бумаг, выделяют международное, государственное и негосударственное регулирование.

Международное регулирование осуществляется международными организациями, которые включают в себя организации разных стран. Примером такой организации является Международная федерация фондовых бирж (МФФБ), которая находится в Париже. Цель создания этой организации заключается в координации структур РЦБ и обеспечении равных прав для всех акционеров. Ежегодно МФФБ проводит совещания комитетов, на которых рассматриваются вопросы законодательства и регулирования фондового рынка, развития техники торговли и технологии биржевого дела, воздей-

Таблица 1

Классификация видов регулирования рынка ценных бумаг

Классификационный признак	Вид регулирования	Подвид регулирования
Территориальный масштаб	Мировое регулирование	Глобальное регулирование. Региональное регулирование
	Национальное регулирование	Государственное регулирование. Региональное регулирование. Отраслевое
	Частное (локальное)	Биржевое регулирование. Саморегулирование
	Внутрисубъектное	Профессиональные участники РЦБ. Непрофессиональные участники РЦБ
Тип воздействия	Внешнее регулирование	—
	Внутреннее регулирование	—
Срок и глубина воздействия	Стратегическое регулирование	Инновационное регулирование. Адаптивное регулирование. Активное регулирование. Консервативное регулирование. Регулирование свертывания
	Оперативное регулирование	—
Субъект регулирования	Международное регулирование	Международная федерация фондовых бирж; IOSCO и др.
	Государственное регулирование	Федеральное. Региональное. Местное
	Негосударственное регулирование	Биржевое регулирование. Саморегулирование. Общественное регулирование. Внутрихозяйственное (внутрисубъектное) регулирование
Объект регулирования	Регулирование ценных бумаг	Эмиссионных ценных бумаг Неэмиссионных ценных бумаг
	Регулирование операций	Эмиссионных операций. Инвестиционных операций. Клиентских (посреднических, технических) операций
	Регулирование деятельности участников рынка ценных бумаг	Профессиональных участников РЦБ. Непрофессиональных участников РЦБ. Саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг

Окончание табл. 1

Классификационный признак	Вид регулирования	Подвид регулирования
Место регулирования	Регулирование отношений между участниками рынка ценных бумаг	Этика. Традиции
	Регулирование первичного рынка. Регулирование вторичного рынка	Биржевого. Внебиржевого. Организованного. Неорганизованного
Метод регулирования	Прямое регулирование	–
	Косвенное регулирование	–
Природа (причина) возникновения регулирования	Регулирование, обусловленное политикой государства	–
	Регулирование, инициированное иностранными государствами (организациями)	–
	Криминальными структурами	–
	Участниками РЦБ	–
	Общественными организациями	–
Содержание регулирования	Экономическое регулирование	Банковское регулирование. Налоговое регулирование
	Юридическое регулирование	Правовое регулирование. Административное регулирование
	Научно-техническое регулирование	–
	Информационное регулирование	Политическое регулирование
	Криминологическое регулирование	–
	Социально-психологическое регулирование	Идеологическое регулирование. Морально-нравственное регулирование. Культурное регулирование
Механизм осуществления	Стабилизирующее регулирование	–
	Стимулирующее регулирование	–
Направленность и цель регулирования	Превентивное регулирование	–
	Пруденциальное регулирование	–
	Устраняющее регулирование	–
Полнота охвата регулируемых вопросов	Тематическое регулирование	–
	Комплексное регулирование	–
Последствия регулирования (масштаб осуществления)	Всеобщее (всеобъемлющее) регулирование	Катастрофическое. Значительное. Вызывающее трудности
	Локальное регулирование	–
Степень формализации	Формальное регулирование	–
	Неформальное регулирование	–

твия экономической политики и международных проблем на фондовый рынок [13].

Еще одним примером являются IOSCO — международная организация, которая объединяет регулирующие органы по ценным бумагам многих стран и устанавливает международные стандарты работы на этих рынках. Штаб-квартира организации расположена в Мадриде. Она была организована в 1974 г. и к 2014 г. стала объединять регулирующие органы 109 стран, в том числе и России. Членами IOSCO являются Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC), Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FSA),

регуляторы ЕС, Японии, Китая и многих других стран. Эта организация занимается разработкой стандартов регулирования национальных рынков ценных бумаг. Основными задачами IOSCO являются взаимное сотрудничество ее членов для выработки высоких стандартов регулирования в целях сохранения эффективных и устойчивых рынков, выработка стандартов эффективного надзора за международными сделками с ценными бумагами и принятие мер против их нарушений.

Государственное регулирование осуществляется государственными органами, в компетенцию которых входит выполнение тех или иных функций

регулируемая и опирается на законодательство и нормы налогообложения страны. Оно реализуется через прямое и косвенное вмешательство. На рынке ценных бумаг государственное регулирование осуществляется по следующим направлениям:

- деятельность органов контроля и надзора;
- законодательно-правовая база;
- механизм непосредственного регулирования

рынка ценных бумаг.

Согласно ст. 38 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем:

- установления обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;

- государственной регистрации выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

- лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

- запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на РЦБ без соответствующей лицензии.

В настоящее время необходима активная государственная политика, направленная на развитие отечественного РЦБ, отвечающего национальным интересам России, интегрированного в мировой рынок и обеспечивающего привлечение инвестиций в экономику.

Государственное регулирование можно разделить на федеральное, региональное и местное. Структура государственного регулирования зависит от государственного устройства страны, принятой модели рынка и степени централизации управления государством и автономии регионов. В странах с федеративным устройством часть полномочий по регулированию рынка ценных бумаг передана территориям. В таком огромном федеральном государстве, каким является Россия, региональное регулирование особенно важно. В зависимости от степени участия субъектов федерации в процессе государственного регулирования выделяют системы регулирования, предполагающие значительные

полномочия субъектов (США, Германия), и системы с минимальным участием субъектов федерации в процессе регулирования (РФ).

Негосударственное регулирование включает в себя регулирование, осуществляемое саморегулируемыми организациями, биржами, обществом (общественными организациями), самими участниками рынка ценных бумаг.

Биржевое регулирование осуществляется фондовой биржей (фондовыми отделами валютной и фьючерсной бирж) через установление правил торгов на бирже, стандартов и требований как к ценным бумагам, к эмитентам этих ценных бумаг, так и к участникам торгов. Объектами биржевого регулирования являются участники биржевых торгов, биржевые сделки, этические нормы поведения и др. В современных условиях существует ряд методов и рычагов биржевого регулирования (табл. 2).

Саморегулирование осуществляется через деятельность различных ассоциаций профессиональных участников рынка ценных бумаг. В мировой практике существуют два варианта:

- 1) государством передается лишь небольшая часть полномочий по надзору, контролю, установлению правил объединениям профессиональных участников РЦБ;

- 2) государством передается максимально возможный объем полномочий саморегулируемым организациям при сохранении за государством основных контрольных позиций.

Предметом саморегулирования является профессиональная деятельность субъектов, объединенных в саморегулируемые организации (СРО) (рис. 1).

Саморегулируемая организация выполняет на рынке ценных бумаг несколько функций (рис. 2).

В России статус СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг по состоянию на 08.11.2014 имеют:

- Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР);

- Некоммерческое партнерство «Национальная лига управляющих» (НП «НЛУ»);

- Национальная фондовая ассоциация (НФА);

- Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД);

- Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона (ПУФРУР);

- Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов (НП «НАПФ»);

Таблица 2

Систематизация методов и рычагов биржевого регулирования

Метод биржевого регулирования	Рычаг регулирования
Разработка внутренних документов	Устав. Правила биржевой торговли и пр.
Допуск к участию в торгах	Лицензирование. Аттестация
Допуск ценных бумаг к торгам	Листинг. Делистинг
Правила проведения торгов: регистрация сделок. Предотвращение использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком	Формы организации торговли. Публичность и гласность проводимости торгов
Система тарификация биржи	Тарифы. Сборы. Отчисления. Членские взносы
Страхование инвесторов	Срочные контракты. Тарифы. Франшиза
Кредитование	Ставки. Сроки. Условия
Надзор и контроль за проведением фондовых операций	Регистрация. Клиринг. Анализ. Мониторинг. Репортинг. Рейтинговый контроль. Аудиторская проверка
Раскрытие и публикация информации	Информационные бюллетени. Таблоиды
Правила поведения участников торга в зале. Установление этических стандартов поведения участников биржевой торговли	Кодекс поведения. Штрафы. Порицания
Правила разрешения споров между участниками	Арбитраж
Контроль за системами коммуникаций	Мониторинг. Диагностика

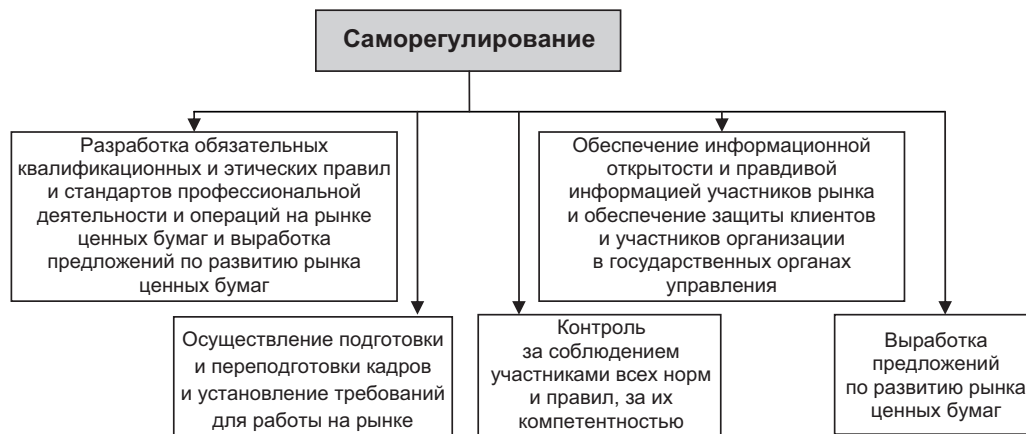


Рис. 1. Саморегулирование на рынке ценных бумаг

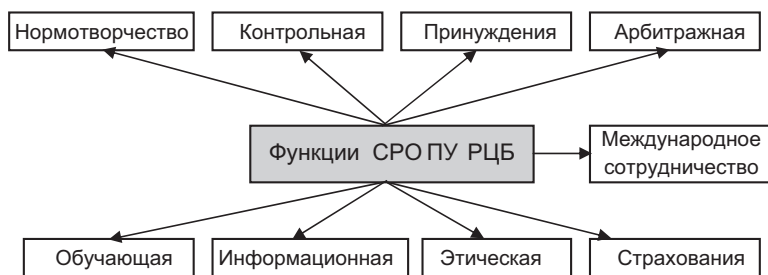


Рис. 2. Функции СРО профессиональных участников РЦБ

— Объединение профессиональных управляющих финансового рынка (НП «ОПУФР»).

Общественное регулирование осуществляется обществом — непосредственно гражданами, а также общественными организациями и объединениями, т.е. без участия специальных государственных

органов. Общественное регулирование можно рассматривать как регулирование через общественное мнение с помощью средств массовой информации. Одним из приоритетов в развитии общественного регулирования в РФ, по мнению авторов, является активное функционирование института Общественного примирителя на финансовом рынке (Финансового омбудсмена)².

² Летом 2010 г. Ассоциация российских банков провела финальное анкетирование членов ассоциации, по итогам которого и было согласовано официальное название института омбудсмена — «Общественный примиритель на финансовом рынке (Финансовый омбудсмен)» и доработаны основные принципы его функционирования.



Рис. 3. Направления общественного регулирования

Основные направления общественного регулирования представлены на рис. 3.

Внутрихозяйственное регулирование осуществляется участником рынка ценных бумаг самостоятельно путем формирования системы учета и отчетности, разработки стандартов и процедур работы внутри самого себя.

В зависимости от объекта регулирования (на что направлено регулирование) выделяют:

- регулирование ценных бумаг (формы, реквизиты устанавливаются законодательным путем);
- регулирование процедуры эмиссии (выпуска) ценных бумаг и регулирование операций с ценными бумагами;
- регулирование деятельности участников рынка ценных бумаг;
- регулирование отношений между участниками рынка ценных бумаг.

Регулирование ценных бумаг включает в себя ряд направлений:

- формирование законодательства, выделяющего ценные бумаги из других документов гражданского оборота, контроль за выполнением этого законодательства;
- регистрация выпусков и дополнительных выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг;
- регулирование оценки (инициативной и обязательной) ценных бумаг, которое осуществляется посредством контроля за соблюдением требований к обязательной оценке ценных бумаг; надзора за соблюдением законности при проведении оценки; пресечения случаев манипулирования ее результатами; раскрытия информации;

— регулирование операций, проводимых с ценными бумагами.

Регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг охватывает два аспекта:

- регулирование профессиональных участников (юридических лиц);
- регулирование состава их работников (служащих).

В зависимости от методов регулирования различают прямое и косвенное регулирование

Прямое (административное) регулирование включает:

- установление обязательных требований к участникам РЦБ;
- государственную регистрацию выпусков эмиссионных ценных бумаг и контроль за эмиссией;
- лицензирование деятельности профессиональных участников;
- обеспечение гласности и равной информированности всех участников рынка;
- создание системы защиты прав владельцев;
- поддержание правопорядка на рынке.

Косвенное (экономическое) регулирование РЦБ осуществляется государством посредством экономических рычагов и капиталов, находящихся в его распоряжении, через:

- систему налогообложения;
- денежную политику;
- государственные капиталы (государственный бюджет, внебюджетные фонды и др.);
- государственную собственность и ресурсы (государственные предприятия, природные ресурсы и земли).

В зависимости от направленности и цели выделяют превентивное регулирование, предупреждающее возникновение проблем, и устраняющее регулирование.

Превентивное регулирование осуществляется в ходе функционирования рынка ценных бумаг. Оно предупреждает и выявляет возможные злоупотребления при проведении операций на рынке и поэтому предусматривает не только контроль за соблюдением финансовой дисциплины в ходе осуществления

операций, но и предполагает анализ финансовой деятельности участников рынка.

Пруденциальное регулирование осуществляется в целях предупреждения возможных нарушений действующего законодательства, нормативных актов, которое позволяет оперативно выявлять и пресекать нарушения на рынке ценных бумаг. Существует несколько уровней осуществления пруденциального регулирования: самими участниками финансового рынка (внутренний контроль за соблюдением установленных требований законодательства РФ); контроль саморегулируемых организаций, а также контроль со стороны государственных органов.

В дальнейшем при развитии надзорных требований будет применяться принцип пропорциональности осуществления пруденциального надзора, заключающийся в необходимости применения надзорных требований к участникам рынка, исходя из их размера, сферы деятельности, характера проводимых операций и рисков, присущих этим операциям³.

Все виды регулирования тесным образом взаимосвязаны и переплетены,

Основная цель регулирования рынка ценных бумаг состоит в обеспечении его устойчивости, сбалансированности и эффективности. Конкретные цели регулирования рынка ценных бумаг всегда определяются текущей экономической и бюджетной политикой, состоянием экономического роста и рядом других факторов.

Основной проблемой неэффективного регулирования российского рынка ценных бумаг являлось наличие большого числа регуляторов, действия которых зачастую противоречили друг другу. Различные регуляторы разрабатывали свою нормативную документацию, регламентирующую развитие рынка, многие положения которой противоречили друг другу. Возникла необходимость в перераспределении или согласовании их функций.

Общепризнанная тенденция в решении этой проблемы состоит в создании единого государственного органа надзора и регулирования финансового рынка (мегарегулятора), осуществляющего регулирование на консолидированной основе, в сферу ответственности которого попадают и микрофинансовые организации (кредитные союзы, кооперативы, сберегательные кассы, взаимные фонды и пр.).

³ Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 г.: распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 № 2043-р.

Теоретический фундамент мегарегулирования заложили работы будущего лауреата нобелевской премии Дж. Стиглера [21]. Развитие теории продолжилось в других фундаментальных работах Р. Познера [19, 20], С. Пельцмана, [18], Г. Беккера [15], доказывающих, что регулирующие (надзорные) органы снижают неэффективность, возникающую в результате циклических провалов рынка ценных бумаг. В дальнейшем в ряде работ обосновывалось, что в целях преодоления информационной асимметрии необходима финансовая интеграция [17].

Впервые мегарегулятор был создан в 1985 г. в Норвегии (некоторые исследователи утверждают, что первые зачатки этого механизма появились в Сингапуре в 1977 г.), затем в Канаде (1987), в Дании (1988) и в Швеции (1991). В 2006 г. единый орган финансового надзора уже функционировал в восьми из 24 стран — членов Европейского союза. Такой орган создан в Великобритании, Германии, Австрии, Венгрии, Латвии, Мальте и др. Всего мегарегулирование в настоящее время действует в 55 странах мира, в 13 странах мегарегуляторы созданы на базе центральных (национальных) банков.

Обычно выделяют две модели мегарегулирования. Первая модель предполагает, что мегарегулятор выполняет не только надзорные функции, но и обладает регулирующей и нормотворческой функциями. Вторая модель (менее распространенная) предполагает закрепление за этим органом только надзорных (иногда консультационных) функций [14].

В отечественной научной литературе существует определенный скептицизм по поводу создания мегарегулятора. Одни авторы высказывают мнение, что создание мегарегулятора усилит вмешательство Правительства России в денежно-кредитную политику, что является недопустимым [7]. Другие считают, что сама идея его создания спорна и неоднозначна и приведет к конфликту интересов внутри Банка России, как собственника, так и регулятора (можно вспомнить, что Банк России контролирует крупнейший отечественный банк — Сбербанк России) [3, 5].

Отдельные ученые отмечают, что в современных российских условиях создание мегарегулятора нецелесообразно в силу отсутствия соответствующей материально-технической базы у Банка России и предполагающегося снижения эффективности денежно-кредитного регулирования [10]. Другие авторы ответственно заявляют, что вряд ли умес-

тны дискуссии о целесообразности его создания. Есть ярые оптимисты — мегарегулятор создаст в Москве один из ведущих мировых финансовых рынков [6, 14].

Отмечается также, что мегарегулятор доказал эффективность только на малых (по капитализации) фондовых рынках [5]. Последний тезис вообще выглядит крайне сомнительным, а скорей всего, не соответствует действительности. Наличие на рынке мегарегулятора говорит о том, что уровень финансовых услуг и их объем достаточно велики и требуют комплексного подхода к их регулированию [1].

Примером качественной подготовки перехода к мегарегулированию и его создания являются Великобритания и Германия.

В Великобритании в качестве мегарегулятора действует Управление по финансовому регулированию и надзору (Financial Services Authorities — FSA), которому были переданы функции банковского надзора, контроля за страховыми, залоговыми операциями и др.

В Германии мегарегулятор (Федеральное ведомство финансового надзора — BAFin) начал свое функционирование с 2002 г., когда произошло слияние Федерального ведомства по надзору в сфере кредитования (BAKred) с ведомством по надзору за рынком ценных бумаг и страховым рынком. Создание мегарегулятора в Германии было обусловлено:

— слияниями и присоединениями на финансовом рынке, образованием конгломератов;

— созданием финансовых супермаркетов, т.е. крупнейших международных институтов, предоставляющих своим клиентам все виды финансовых услуг, в результате чего границы между банковским, страховым рынком и рынком ценных бумаг начали стираться;

— экономией на масштабе и получении так называемого эффекта синергии, в результате чего единая надзорная структура обретает еще больший вес в ходе заключения соглашений с надзорными органами других государств.

В России явно прослеживаются тенденции, которые в свое время имели место в Германии.

Мировой финансовый кризис, начавшийся в 2008 г., еще раз подтвердил, что в условиях нестабильности сложные структуры межбанковских взаимодействий и высокая интеграция мировых рынков позволили кризисным явлениям распространиться с беспрецедентной скоростью [9]. Даже

в крупнейшей экономике мира — США ответом на финансовый кризис стал закон Додда — Фрэнка (Dodd — Frank Act, 2010 г.), повышающий значение ФРС и расширяющий ее надзорные функции.

В России идея создания единого регулятора рынка появилась еще в 1999 г. Позже она была закреплена в распоряжении Правительства РФ от 01.06.2006 № 793-р «Об утверждении стратегии развития финансового рынка РФ на 2006–2008 гг. и плана мероприятий по ее реализации». В 2011 г. была упразднена Федеральная служба страхового надзора путем присоединения к ФСФР. В конце 2012 г. правительством было принято решение об интеграции ФСФР в Банк России в течение следующих двух лет. На основании Федерального закона от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» с 01.09.2013 все полномочия ФСФР были переданы вновь созданному обособленному подразделению в составе Банка России — Службе Банка России по финансовым рынкам. Эта структура осуществляет регулирование, контроль и надзор в сфере финансовых рынков за некредитными финансовыми организациями. Таким образом, в настоящее время Банк России уже действует как мегарегулятор.

Проведенный анализ выявил, что в России существуют проблемы, связанные с финансированием текущего дефицита бюджета, погашением ранее размещенных займов, стимулированием инвестиций в инновационные проекты и т.д. Они схожи с проблемами стран СНГ. В Республике Казахстан, которая опередила РФ в создании мегарегулятора, выявлены близкие стратегические задачи:

— снижение рисков, сопровождающих профессиональную деятельность участников фондового рынка, и их активное участие в совершенствовании нормативно-правовой базы;

— улучшение информационного обеспечения участников финансового рынка [11].

Основной риск, связанный с функционированием мегарегулятора, состоит в недопущении злоупотреблений полномочиями, особенно в переходный и начальный периоды [1]. Банк России не является бюджетным учреждением, здесь не действует Единая тарифная сетка окладов госслужащих, что позволяет привлекать профессионалов за счет более высоких зарплат и различных бонусных программ. Это будет

оберегать сотрудников от различных соблазнов. При этом обычно сокращается число занятых за счет повышения эффективности работы оставшихся [16].

Важно учитывать, что создание мегарегулятора особенно эффективно в периоды стагнации или рецессии в экономике, о чем свидетельствует положительный опыт скандинавских стран. Кроме этого, нельзя забывать, что в

России между государством и финансовыми институтами существует слабая координация, которая приводит к большей неустойчивости всей системы. Главная задача российского мегарегулятора — это снизить системные риски и повысить эффективность координации между всеми участниками рынка.

В современных условиях мегарегулирование отечественного рынка ценных бумаг представляет собой чрезвычайно сложную задачу, для успешного решения которой в первую очередь необходим особый механизм, который способствовал бы быстрому обмену точной информацией и побуждал бы экономических субъектов действовать на основе этой информации соответствующим образом в нужном обществе направлении.

Механизм мегарегулирования РЦБ (рис. 4) связывает различные объекты и субъекты РЦБ воедино и обеспечивает их целенаправленную, согласованную деятельность в заданном направлении в соответствии с функциональными связями между ними в целях обеспечения баланса интересов всех участников РЦБ и его устойчивого, сбалансированного, эффективного развития.

По мнению авторов, функционирование механизма мегарегулирования заключается в выборе и использовании наиболее приемлемых форм, методов, инструментов регулирования и координации с учетом принятой стратегии и плана мероприятий по развитию РЦБ при соблюдении внутренней согласованности между участниками РЦБ и их относительной обособленности и самостоятельности.

Мегарегулятор приводит в действие механизм мегарегулирования РЦБ с помощью основных субъектов регулирования рынка: государственных органов, СРО и общественных организаций посредством различных методов регулирования, обеспечивая



Рис. 4. Структура механизма мегарегулирования РЦБ

изменения РЦБ в ожидаемом направлении. При этом должны учитываться интересы всех участников рынка, в том числе профессиональных участников рынка и инвесторов. Показателями оценки эффективности мегарегулирования РЦБ являются:

- объем оборота рынка;
- число инвесторов;
- объем налоговых поступлений;
- количество занятых в сфере РЦБ;
- обеспечение выполнения требований, предъявляемых к профессиональным участникам РЦБ;
- высокое качество финансовых активов и услуг;
- действенная защита прав инвесторов и потребителей финансовых услуг.

Приведение в движение механизма мегарегулирования обуславливается алгоритмом взаимодействия, обеспечивающим достижение всеми участниками РЦБ своих стратегических целей, удовлетворение своих интересов (рис. 5).

Функционирование механизма мегарегулирования необходимо строить на четком обмене точной информацией, что должно способствовать выявлению положительных и отрицательных сторон применения тех или иных стратегий, форм, методов регулирования и реализации мер по исправлению ситуации на РЦБ. Это позволит усовершенствовать и адаптировать структуру и функционирование мегарегулятора и других субъектов регулирования, четко разграничить полномочия между субъектами регулирования, повысить ответственность за конкретные действия или бездействие.

В связи с этим основными направлениями деятельности мегарегулятора становятся:

- мониторинг показателей финансовой устойчивости участников РЦБ;

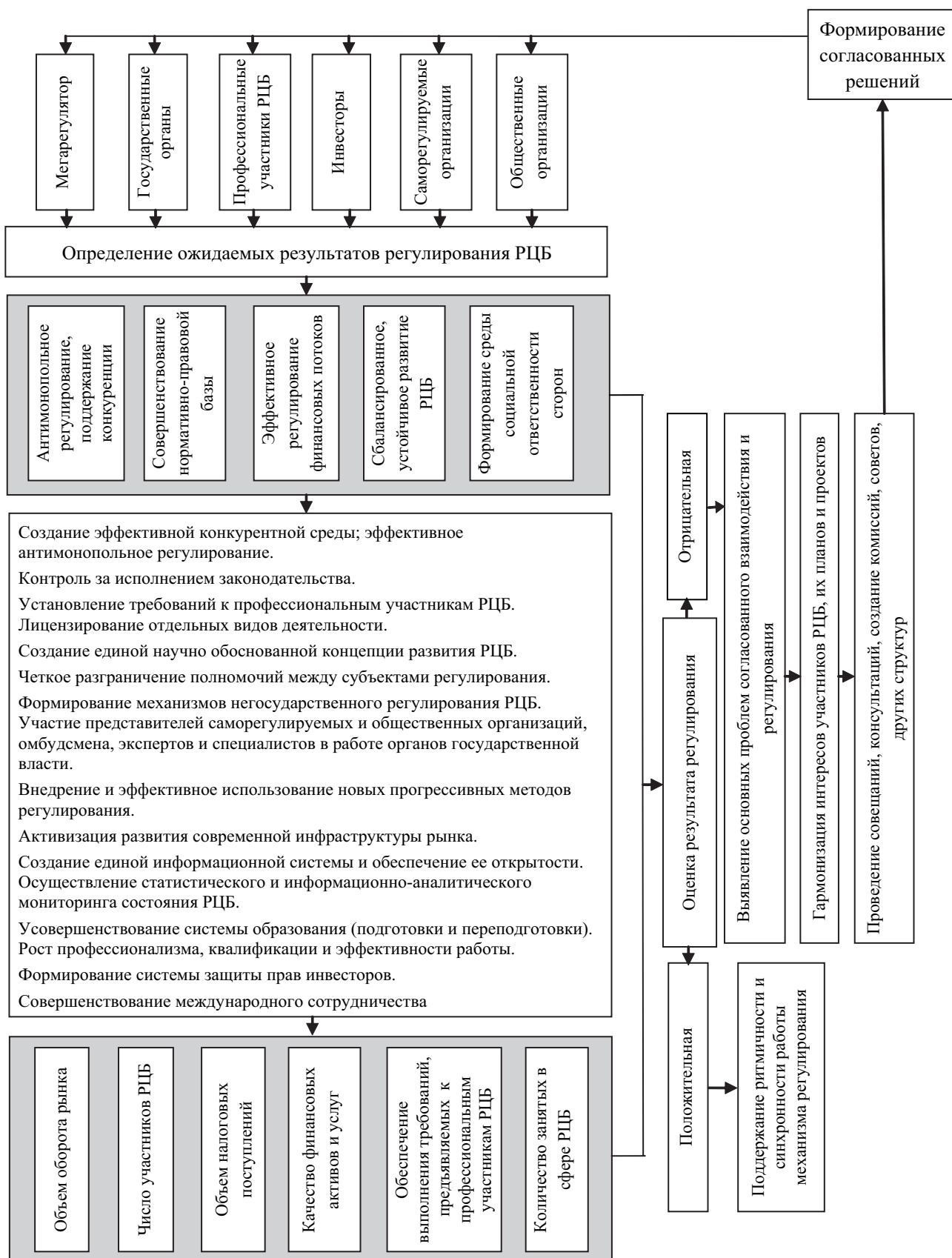


Рис. 5. Модель функционирования механизма мегарегулирования РЦБ

— создание системы раннего предупреждения кризисов;

— стресс-тестирование банков и отзыв лицензий у неэффективных кредитных организаций;

— ужесточение ответственности за правонарушения на РЦБ;

— развитие систем страхования как для физических, так и для юридических лиц;

— создание независимого рейтингового российского агентства, присваивающего различные рейтинги российским и зарубежным эмитентам;

— координация между всеми участниками рынка.

Реализация механизма мегарегулирования РЦБ, по мнению авторов, позволит решить ряд задач:

— создать и обеспечить стабильность функционирования национальной платежной системы, что особенно актуально в ходе «войны санкций»;

— укрепить доверие к финансовому рынку, защите прав инвесторов и потребителей финансовых услуг;

— обеспечить оптимизацию бюджетных расходов на государственное управление;

— обеспечить равные права (унификацию) всем участникам финансового рынка;

— обеспечить борьбу с манипулированием ценами и с неправомерным использованием инсайдерской информации;

— служить инструментом привлечения новых инвесторов на финансовый рынок России;

— снизить конфликт интересов между различными субъектами регулирования;

— способствовать развитию инфраструктуры финансового рынка.

Решение этих задач приведет к созданию адекватных условий для формирования социально-экономической среды, способствующей активизации хозяйственной деятельности, сотрудничества и сбалансированности интересов всех участников РЦБ, развитию добросовестной конкуренции, росту качества финансовых активов и услуг, защите законных интересов инвесторов, формированию должной нормативно-правовой, научно-методической и информационной базы, единой политики сбалансированного развития рынка ценных бумаг.

Список литературы

1. *Адамбекова А.А.* Центральный банк страны как мегарегулятор финансового рынка // *Деньги и кредит.* 2012. № 10. С. 68–71.

2. *Бердникова Т.Б.* Оценка ценных бумаг. М.: ИНФРА-М, 2003. 144 с.

3. *Дворецкая А.Е.* Модификация банковского надзора с учетом уроков мирового кризиса // *Деньги и кредит.* 2012. № 5. С. 24–29.

4. *Есипов В.Е., Маховикова Г.А.* Ценообразование на финансовом рынке. СПб: Питер, 2001. 176 с.

5. *Звягинцева Н.А.* Актуальные проблемы реформирования государственного регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации // *Финансы и кредит.* 2014. № 16. С. 29–36.

6. *Иванов М.Е.* Особенности и тенденции российского рынка ценных бумаг в условиях усиления глобализации процессов // *Финансовая аналитика: проблемы и решения.* 2013. № 39. С. 18–22.

7. *Карлов А.М., Вольвач Е.А.* Проблемы регулирования российского фондового рынка // *Финансы и кредит.* 2013. № 28. С. 2–7.

8. *Константинов А.В.* Теория и опыт зарубежных стран в сфере финансового регулирования и их применение в российской системе // *Фундаментальные исследования.* 2014. № 9. С. 394–398.

9. *Леонидов А.В., Румянцев Е.Л.* Оценка системных рисков межбанковского рынка России на основе сетевой типологии // *Журнал новой экономической ассоциации,* 2013. № 3. С. 65–80.

10. *Марченко А.А.* Центральный банк и его роль в экономике. Современные аспекты денежно-кредитного регулирования // *Деньги и кредит,* 2012. № 11. С. 72–73.

11. *Нурашева К.К., Бигельдиева З.А.* Развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг республики Казахстан // *Финансовая аналитика: проблемы и решения.* 2014. № 2. С. 2–7.

12. *Рынок ценных бумаг / под ред. Н.И. Берзона.* М.: Юрайт, 2011. 531 с.

13. *Рынок ценных бумаг и биржевое дело / под ред. О.И. Дектяревой, Н.М. Коршунова, Е.Ф. Жукова.* М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. 501 с.

14. *Счастливая Т.В.* К вопросу создания мегарегулятора финансового рынка в России. URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/k-voprosu-sozdaniya-megaregulyatora-finansovogo-rynka-v-rossii>.

15. *Becker G.* A theory of competition among pressure groups for political influence // *Quarterly Journal of Economics.* 1983. Vol. 98. № 3. P. 371–400.

16. *Cihak M., Podpiera R.* Is one watchdog better than three? International experience with integrated financial sector supervision. Washington, 2006.

17. *Monkiewicz J.* Consolidated of specialized financial market supervisors: Is there an optimal solution // *The Geneva Papers*. 2007. Vol. 32. № 1. P. 151–161.

18. *Peltzman S.* Toward a more general theory of regulation // *Journal of Law and Economics*. 1976. Vol. 19. № 2. P. 211–240.

19. *Posner R.* Taxation by regulation // *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1971. Vol. 2. № 1. P. 22–50.

20. *Posner R.* Theories of economic regulation // *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1974. Vol. 5. № 2. P. 335–358.

21. *Stigler G.* The theory of economic regulation // *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1971. Vol. 2. № 1. P. 3–21.

Financial Analytics: Science and Experience

ISSN 2311-8768 (Online)

ISSN 2073-4484 (Print)

Financial Instruments

ON REGULATION OF THE SECURITIES MARKET OF THE RUSSIAN FEDERATION

Valeriya A. BOROVKOVA,
Viktoriya A. BOROVKOVA,
Pavel A. GUR'YANOV

Abstract

Importance There are different provisions and classification of the securities market regulation, some of which differ significantly from each other, thus, to a certain extent, obstructing practical researches of various aspects. The article discusses some theoretical and practical aspects of regulating the securities market in Russia.

Objectives The research aims at systematizing the theoretical provisions of the securities market regulation by making a detailed classification per various criteria. We consider various points of view scientists have on these issues. We provide scientific substantiation of the classification that allows systematizing types and subtypes of the securities market regulation as required to build an effective mechanism for managing the securities market.

Methods Using econometric methods, we classify the securities market regulation per criterion, thereby systematizing scientific knowledge, determining a role of the mega-regulator in the Russian Federation. We review successful foreign experience in this respect. We mainly apply the following methods: an expert assessment method, analytical method and legal regulation.

Results We systematize the classification of the securities market regulation in accordance with multiple criteria. We put a special focus on difference between public and non-public regulation of securities markets, systematiza-

tion of methods and leverages of stock exchange regulation. We identify what is subject to self-regulation in securities markets, and its main functions. The research also determines the key aspects of public regulations. Scrutinizing the current global trends, we corroborate that governmental bodies have made a strategically correct choice by establishing the mega-regulator in Russia. As a result of the research, we devise a mega-regulation mechanism and its operation model.

Conclusions and Relevance We conclude that the government should pursue an active policy to maintain balanced development of various formats of regulating the national securities market.

Keywords: stock exchange regulation, self-regulation, investors, insider information, mega-regulator, public opinion, securities market, financial system, stock exchange market, ethical standards

References

1. Adambekova A.A. Tsentral'nyi bank strany kak megaregulyator finansovogo rynka [The National Central Bank as the mega-regulator of the financial market]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2012, no. 10, pp. 68–71.

2. Berdnikova T.B. *Otsenka tsennykh bumag* [Valuation of securities]. Moscow, INFRA-M Publ., 2003, 144 p.

3. Dvoretzkaya A.E. Modifikatsiya bankovskogo nadzora s uchetom urokov mirovogo krizisa [Modification of banking supervision, considering the global crisis lessons]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2012, no. 5, pp. 24–29.

4. Esipov V.E., Makhovikova G.A. *Tsenoobrazovanie na finansovom rynke* [Pricing in the financial market]. St. Petersburg, Piter Publ., 2001, 176 p.

5. Zvyagintseva N.A. Aktual'nye problemy reformirovaniya gosudarstvennogo regulirovaniya rynka tsennykh bumag Rossiiskoi Federatsii [Actual issues of reforming public regulation of the securities market of the Russian Federation]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2014, no. 16, pp. 29–36.

6. Ivanov M.E. Osobennosti i tendentsii rossiiskogo rynka tsennykh bumag v usloviyakh usileniya globalizatsii protsessov [The specifics and trends of the Russian securities market in the context of growing globalization processes]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*, 2013, no. 39, pp. 18–22.

7. Karlov A.M., Vol'vach E.A. Problemy regulirovaniya rossiiskogo fondovogo rynka [Issues of the Russian stock market regulation]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2013, no. 28, pp. 2–7.

8. Konstantinov A.V. Teoriya i opyt zarubezhnykh stran v sfere finansovogo regulirovaniya i ikh primenenie v rossiiskoi sisteme [Theory and experience of foreign countries in financial regulation and their use in the Russian system]. *Fundamental'nye issledovaniya = Fundamental Research*, 2014, no. 9, pp. 394–398.

9. Leonidov A.V., Rummyantsev E.L. Otsenka sistemnykh riskov mezhsobankovskogo rynka Rossii na osnove setevoi tipologii [Russian interbank systemic risks assessment from the network typology point of view]. *Zhurnal novoi ekonomicheskoi assotsiatsii = Journal of the New Economic Association*, 2013, no. 3, pp. 65–80.

10. Marchenko A.A. Tsentral'nyi bank i ego rol' v ekonomike. Sovremennye aspekty denezhno-kreditnogo regulirovaniya [The Central Bank and its role in the economy. Modern aspects of monetary regulation]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2012, no. 11, pp. 72–73.

11. Nurashva K.K., Bigel'dieva Z.A. Razvitie infrastruktury rynka tsennykh bumag Respubliki Kazakhstan [Development of the securities market's infrastructure of the Republic of Kazakhstan]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*, 2014, no. 2, pp. 2–7.

12. *Rynok tsennykh bumag* [Securities market]. Moscow, Yurait Publ., 2011, 531 p.

13. *Rynok tsennykh bumag i birzhevoe delo* [Securities and exchange business]. Moscow, YUNITI-DANA Publ., 2004, 501 p.

14. Schastnaya T.V. *K voprosu sozdaniya megaregulyatora finansovogo rynka v Rossii* [On establishing the mega-regulator of the financial market in Russia]. Available at: <http://cyberleninka.ru/article/n/k-voprosu-sozdaniya-megaregulyatora-finansovogo-rynka-v-rossii>. (In Russ.)

15. Becker G.S. A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence. *Quarterly Journal of Economics*, 1983, vol. 98, no. 3, pp. 371–400.

16. Čihák M., Podpiera R. Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision. Washington, 2006.

17. Monkiewicz J. Integrated, Consolidated or Specialized Financial Market Supervisors: Is There an Optimal Solution? *The Geneva Papers*, 2007, vol. 32, no. 1, pp. 151–161.

18. Peltzman S. Toward a More General Theory of Regulation. *Journal of Law and Economics*, 1976, vol. 19, no. 2, pp. 211–240.

19. Posner R. Taxation by Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971, vol. 2, no. 1, pp. 22–50.

20. Posner R. Theories of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1974, vol. 5, no. 2, pp. 335–358.

21. Stigler G. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971, vol. 2, no. 1, pp. 3–21.

Valeriya A. BOROVKOVA

Saint Petersburg State University of Trade and Economics, St. Petersburg, Russian Federation
borovkova_valeri@mail.ru

Viktoriya A. BOROVKOVA

Saint Petersburg State University of Trade and Economics, St. Petersburg, Russian Federation
vaborovkova@mail.ru

Pavel A. GUR'YANOV

National Mineral Resources University, St. Petersburg, Russian Federation
d1d1@pochta.ru